

Witold A. Werner

# Kontrowersje metodologiczne wyceny przedsiębiorstw

Powszechnie dyskutowane spory dotyczące prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych sprowadzają się w rezultacie do sposobu określenia ceny transakcyjnej, która może być przedmiotem zainteresowania i możliwości nabycia przez kupującego, a także akceptacji przez sprzedającego w imieniu Skarbu Państwa.

W praktyce wycen wartości przedsiębiorstw, dokonywanych obecnie w Polsce niemal wyłącznie dla procedur prywatyzacyjnych, firmy doradcze posługują się z reguły trzema metodami:

● **księgową wartością przedsiębiorstwa**, to jest jego bieżącą wartością aktywów netto według bilansu na określony dzień;

● **odtworzeniową, to jest urealnią wartość majątkową przedsiębiorstwa** w układzie statycznym, która polega na obliczeniu ceny, jaką można by teoretycznie uzyskać przy sprzedaży (likwidacji) całego przedsiębiorstwa, bądź poszczególnych elementów składających się na jego aktywa;

● **dochodową, to jest zdyskontowanych przyszłych przepływów pieniężnych** (*net cash flow*), a więc w układzie dynamicznym.

Każda ze stosowanych metod ma różne znaczenie w zależności od charakteru wycenianego przedsiębiorstwa. W fachowej literaturze zachodniej dominują metody dochodowe. W myśl tych poglądów przedsiębiorstwo jest tyle warte, ile może przynieść dochodów (zysków). W ustabilizowanej gospodarce majątek przedsiębiorstwa (jego aktywa) powinien być jednak współzależny z jego zdolnością do generowania zysków. W takim układzie nie powinny występować istotne różnice wycen dokonywane za pomocą metod majątkowych i dochodowych.

Według poglądów Europejskiej Grupy Rzeczoznawców Majątkowych („TEGOVOFA”) podstawą wyceny nieruchomości może być zarówno wartość odtworzeniową, jak też wartość rynkowa (dochodowa). Stosowanie (i wykorzy-

stywanie jako podstawy negocjacji) metody odtworzeniowej w krajach Europy Zachodniej ma miejsce szczególnie wówczas, gdy przedmiotem wyceny są obiekty nietypowe, bardzo rzadko podlegające sprzedaży i w związku z tym nie mające „etykiety” ceny rynkowej, jak na przykład elektrownie, huty itp.

Metody odtworzeniowe stosowane są na ogół równoległe z metodami rynkowymi (dochodowymi) i zadaniem ekspertów jest ocena, która z uzyskanych tymi metodami wycen wartość firmy powinna przeważać i stanowić podstawę wyjściową określenia ceny transakcji.

W Polsce znaczna część prywatyzowanych przedsiębiorstw może być zakwalifikowana właśnie do obiektów „nietypowych”.

W obecnych warunkach transformacji polskiej gospodarki w znacznej części prywatyzowanych przedsiębiorstwach występują bowiem poważne rozpiętości pomiędzy wartością rynkową majątku rzeczowego (głównie budynkami i budowlami) i zdolnościami do generowania dochodów. Z pewnym uproszczeniem wyodrębnić tu można dwie grupy przedsiębiorstw:

■ przedsiębiorstwa produkcji materialnej (przemysłowe, rolnicze, budowlane, usług przemysłowych);

■ przedsiębiorstwa usług niematerialnych (biura projektów, geodezyjne, usług obliczeniowych).

W obu grupach przedsiębiorstw występuje zazwyczaj rozpiętość pomiędzy wartością majątku trwałego i zdolnościami do generowania przyszłych zysków – przy założeniu kontynuacji dotychczasowej działalności. Zdecydowana większość prywatyzowanych przedsiębiorstw zwraca bowiem uwagę na spadek popytu na ich dotychczasową działalność (asortyment produkcji lub usług) i deklaruje konieczność zmian profilowych, przynajmniej w części swojej działalności gospodarczej.

W pierwszej grupie przedsiębiorstw znaczna część majątku trwałego staje się

nieprzydatna do dalszego funkcjonowania przedsiębiorstwa, ma ograniczoną wartość rynkową, a ponadto z racji na swoje usytuowanie (budynki i budowle), bądź jednostronne, bardzo specyficzne możliwości wykorzystania (specjalistyczne maszyny i urządzenia) – nie znajduje nabywców. Duży majątek trwały jest poważnym obciążeniem dla przedsiębiorstwa, zarówno ze względu na ograniczony popyt na jego produkcję czy też usługi, jak też postęp w technologiach, które najczęściej nie wymagają wielkich powierzchni produkcyjnych. Zdecydowanie odmienna niż w poprzednich latach sytuacja zaopatrzeniowa nie uzasadnia z kolei gromadzenia zapasów surowców i części zamiennych, w związku z tym zbędne okazują się też magazyny, a przynajmniej ich część. Coraz częściej stosowana zasada „*just in time*” ogranicza też zapotrzebowanie na magazyny wyrobów gotowych.

W drugiej grupie przedsiębiorstw również ma miejsce nadmiar majątku trwałego w stosunku do popytu na działalność tych przedsiębiorstw. W tym jednak przypadku chodzi o budynki biurowe, zlokalizowane zazwyczaj w dużych miastach, nierzadko w ich centralnych częściach. Budynki te są przedmiotem zainteresowania licznych nowo powstających firm handlowych, usług doradczych, pośrednictwa w obrocie nieruchomościami, banków itd.

Nawet tak uproszczony podział przedsiębiorstw państwowych wskazuje na konieczność odmiennego podejścia do ich wyceny wartości w celach prywatyzacji. W pierwszej grupie bardziej zasadne jest stosowanie metody dochodowej, jako wiodącej, w drugiej grupie przedsiębiorstw – metody odtworzeniowej.

Stosunkowo najmniejsze potrzeby interpretacyjne i kontrowersje wzbudza **metoda księgową**. Wartość księgową (*book value*) przedstawia aktualny stan aktywów przedsiębiorstwa pomniejszonych o aktualny stan zobowiązań (kre-

dyty, podatki, długi itd). Podstawowym mankamentem metody księgowej jest jej oderwanie od zdolności przedsiębiorstwa do generowania zysków oraz niepełne uwzględnianie wpływu inflacji na relacje pomiędzy zapisem księgowym a wartością rynkową środków trwałych. Krytycy tej metody uważają za zbyt niskie stopy odpisów amortyzacyjnych, natomiast zbyt wysokie przeszacowanie wartości majątku trwałego (na podstawie wycen GUS i decyzji ministra finansów).

Wartość księgowa nie oddaje przede wszystkim rzeczywistych zmian podatności, czy też użyteczności poszczególnych elementów środków trwałych. W niektórych przypadkach całkowicie umorzone środki trwałe, a więc te, które w zapisie księgowym mają wartość „zerową” – są i mogą być nadal wykorzystywane, przynosząc odpowiednie korzyści, w innych z kolei przypadkach (np. zasadniczych zmian w stosowanych technikach i technologiach) mimo znacznych wartości księgowych są moralnie całkowicie zużyte i nie przedstawiają dla przedsiębiorstwa żadnej wartości.

Specyficznym przykładem zbytecznego dla prywatyzowanego przedsiębiorstwa majątku mogą być zakładowe budynki mieszkalne, kluby, przedszkola, szkoły zawodowe, a także ośrodki wypoczynkowe itd.

**Metoda odtworzeniowa** następcza w praktyce prywatyzacyjnej znaczne trudności interpretacyjne. W niektórych wycenach wartości przedsiębiorstw spotykany jest podział tej metody na dwie „podmetody”, to jest rynkową oraz likwidacyjno-rynkową.

Wartość rynkowa określa szacunek środków przydatnych dla przedsiębiorstwa po jego prywatyzacji, wartość likwidacyjno-rynkowa obejmuje zbędne środki trwałe. W stosunku do potrzebnych środków trwałych prywatyzowane przedsiębiorstwo występuje jako nabywca na rynku dóbr inwestycyjnych, w stosunku do środków zbędnych – jako sprzedawca niepotrzebnych dóbr.

Przy takim założeniu przy wycenie majątku przydatnego (wartość rynkowa) przyjmowane są współczynniki stosunkowo mniej redukujące wartość odtworzeniową, przy wycenie majątku niepotrzebnego współczynniki redukcyjne są wyższe.

O ile w aktualnych warunkach transformacji polskiej gospodarki można się zgodzić na taki podział, to co najmniej kontrowersyjne jest pomijanie w wycenach wartości przedsiębiorstwa wszystkich niepotrzebnych środków, to znaczy

przypisując im wartość „zerową”, bez względu na ich wartość rynkową, a więc cenę, za jaką mogą być teoretycznie sprzedane.

W metodzie odtworzeniowej istotne znaczenie dla wyceny środków trwałych, zwłaszcza budynków i budowli, mają następujące elementy:

- dobór obiektu porównywalnego i jego ceny jednostkowej określonej wg aktualnych cen rynkowych;
- sposób oszacowania procentowego zużycia technicznego;
- dobór wskaźnika korygującego cenę jednostkową do wycenianego obiektu z punktu widzenia różnic w standardzie, sposobie rozwiązania przestrzennego, stopnia adaptowalności do zmieniających się funkcji, uniwersalności wykorzystania itd;
- dobór wskaźnika redukcyjnego prowadzącego wartość odtworzeniową do wartości rynkowej, czy też likwidacyjno-rynkowej.

Obiektywność wyceny wymaga nie tylko znajomości technik szacowania majątku trwałego, lecz przede wszystkim wysokich kwalifikacji w zakresie doradztwa inwestycyjnego, w tym architektonicznej wizji możliwości wykorzystania ocenianych budynków w warunkach zmieniającego się popytu na określone funkcje oraz odpowiedniego „oprzyrządowania”.

Najwięcej kontrowersji odnotować należy w odniesieniu do wycen budynków i budowli.

W praktyce prywatyzacyjnej na ogół rzadko wykonywane są dla celów odtworzeniowych kosztorysy szczegółowe. Zazwyczaj wykorzystywane są wskaźniki jednostkowe obliczane i publikowane przez różne jednostki. Do najczęściej stosowanych źródeł publikacji wskaźników cenowych należy zaliczyć:

- *Informacyjny zestaw wskaźników nakładów na obiekty budownictwa ogólnego* – wydawnictwo ORGBUD-SERWIS,
- *Zbiór jednostkowych wskaźników cenowych z zakresu budownictwa ogólnego mieszkaniowego oraz przemysłowego* – wydawnictwo BISTYP,
- *Scalone normatywy do wycen budynków i budowli* – wydawnictwo WACE-TOB,
- *Biuletyn cen robót zagregowanych elementów i obiektów budowlanych* – wydawnictwo PROMOCJA-SEKOCENBUD,
- *Cenniki obiektów budowlanych PZU.*

Pomiędzy cenami wymienianymi w tych informatorach występują dość znaczne różnice, niektóre obiekty są

opisane w tak ogólny sposób, że trudno jest dobrać porównywalny, czy też „wzorcowy” obiekt, ponadto wymienione zbiory nie zawierają wszystkich spotykanych w praktyce rodzajów obiektów budowlanych.

Jest to pierwsza, podstawowa przy czynna przyjmowania nie zawsze odpowiednich wskaźników jednostkowych, które stanowią podstawę wyjściową wyceny poszczególnych obiektów budowlanych.

Kolejnym kontrowersyjnym elementem jest sposób oceny technicznego zużycia obiektu.

Celem określenia stopnia technicznego zużycia obiektu konieczne są następujące informacje:

- teoretyczna trwałość obiektu,
- ocena staranności utrzymywania obiektu (systematyczność przeprowadzania remontów, przeglądów, zabiegów konserwacyjnych),
- wiek obiektu (okres eksploatacji).

Teoretyczna trwałość obiektu budowlanego bywa określana dość dowolnie. Formalnie trwałość podstawowych rodzajów obiektów budownictwa ogólnego została określona zarządzeniem ministra finansów (MP nr 22 z 1988 r). Czasem trwałość obiektów określana bywa na podstawie literatury fachowej (podręczniki, kalendarze techniczne), czasem również na podstawie oceny eksperckiej. W niektórych wycenach trwałość tę określano na podstawie urzędowych stawek odpisów amortyzacyjnych. I tak przy stopie umorzeń 1,5% trwałość określano na 67 lat, przy stopie 2,5% na 40 lat.

Przy dość dowolnej interpretacji teoretycznej trwałości obiektu budowlanego, co najmniej dyskusyjne jest przyjęcie w metodzie odtworzeniowej, że budynek o stawce umorzeń 2,5% (i notabene niezłym stanie technicznym) po 40 latach użytkowania przedstawia wartość „zerową” (!).

Kolejną kwestią jest określenie stopnia staranności utrzymania budynku. Znane w tym zakresie techniki wyróżniają co najmniej 4 stopnie „staranności” przy:

- ▲ złym utrzymaniu budynku (metoda Rossa),
- ▲ przeciętnie dobrym utrzymaniu (metoda Ungera),
- ▲ lepszym niż przeciętne utrzymaniu (metoda Romstorfena),
- ▲ bardzo starannym utrzymaniu (metoda Eytelweina).

Różnice wynikające z różnego zastosowania wzorów w poszczególnych metodach prowadzą do znacznych rozpiętości w obliczeniu tego wskaźnika. Tak więc przyjęcie określonego wzoru decy-



duje o stopniu redukcji wartości odtworzeniowej obiektu.

Wskaźnik korygujący cenę jednostkową obiektu („w górę” lub „w dół”) jest na ogół dość rzadko stosowany, między innymi ze względu na ogólnikowość opisu technicznego obiektów „wzorcowych” i trudności porównań z obiektem wycenianym. Wskaźnik ten ma natomiast duże znaczenie przy szacowaniu wartości odtworzeniowej budynku, kryją się bowiem za nim takie na przykład przyszłe koszty (obniżające wartość), jak docieplenie budynku realizowanego na podstawie przestarzałych norm, wymiana elementów budynku nie spełniających współczesnych wymagań pożarowych itd. Wskaźnik redukujący wartość odtworzeniową do cen rynkowych, czy też likwidacyjno-rynkowych (z reguły mniejszy od „1”) wymaga dość starannego studiowania aktualnych cen rynkowych na lokalnych rynkach. Różnice są tu znaczne i wykazują liczne współzależności z popytem na określoną działalność gospodarczą (w skali kraju i lokalnej), stopą bezrobocia, „miejscem na mapie” itd.

**Metoda dochodowa**, choć teoretycznie najbardziej racjonalna w określaniu wartości przedsiębiorstw, również budzi poważne kontrowersje, zwłaszcza w warunkach nie ustabilizowanej gospodarki. Obliczenia wartości przedsiębiorstwa dokonuje się tą metodą z reguły wariantowo, przyjmując różne założenia sprzedaży, kosztów, inwestycji, stopy dyskontowej.

W sytuacji ustabilizowanego rynku podstawą wyliczeń może być ekstrapolacja trendów z ostatnich lat działalności firmy. Praktyka i dane statystyczne wielu firm wskazują jednak na złożoność wyników i trudności w ich interpretacji. Trudności te potęgują się w przypadkach firm o znacznym udziale sprzedaży eksportowej, i to praktycznie na wszystkich kierunkach geograficznych. W ostatnich latach załamanie eksportu (choć o różnym stopniu natężenia w zależności od profilu produkcji) nastąpiło bowiem zarówno do b. krajów ZSRR, Iraku, Syrii, Algierii, jak też do Republiki Federalnej Niemiec, m.in. w wyniku wprowadzonych limitów zatrudnienia Polaków.

Trudności określenia tendencji rozwojowych występują również na rynku krajowym, między innymi wskutek trudności oszacowania stopy inflacji i kredytów w najbliższych latach, zdolności nabywczej ludności, stopy bezrobocia itd. Trudnościom tym sprzyja brak strategii rozwojowej przemysłu (polityki przemysłowej), niestabilność przepisów

podatkowych, celnych itd. Rezultatem są różne stopy dyskontowe, w praktyce decydujące o wycenie dochodowej wartości firmy. Stopień dyskonta wyraża bowiem stopień ryzyka inwestycji.

Mimo wymienionych skrótowo mankamentów metody dochodowej, ma ona walor niezaprzeczalny – pozwala bowiem określić możliwości płatnicze firmy, które mają decydujące znaczenie przy ocenie realności wywiązania się z umowy leasingowej.

Przedstawione kontrowersje metodologiczne wyceny przedsiębiorstw nie miały na celu podważania samej idei prywatyzacji majątku państwowego. Wskazują one natomiast na konieczność indywidualnego podejścia do każdego prywatyzowanego przedsiębiorstwa, starannego doboru metody wyceny, która w każdym konkretnym przypadku może być „wiodącą” przy określaniu ceny transakcyjnej.

Z jednej bowiem strony wyliczona do negocjacji wartość przedsiębiorstwa powinna być na tyle atrakcyjna dla przyszłych nabywców (np. spółki pracowniczej), że zaangażują własne środki, ponosząc niezbędne ryzyko, z drugiej jednak strony nieuzasadnione zaniżanie wartości prywatyzowanego przedsiębiorstwa powoduje zubożenie Skarbu Państwa oraz negatywny stosunek społeczny do przekształceń własnościowych.

Celem przeciwdziałania zjawiskom patologicznym, które towarzyszą zazwyczaj poważnym przemianom o charakterze ustrojowym, nie powinno się dopuszczać do upraszczania procedur związanych z prywatyzacją. Mimo iż są one czasochłonne i pracochłonne, powinny być egzekwowane wraz z „porządnie” wykonanymi wycenami za pomocą trzech metod, nie rezygnując przy tym z metody odtworzeniowej, która nawet jeśli nie stanowi metody wiodącej w konkretnym przypadku, to spełnia istotną rolę kontrolną wobec metody dochodowej.

Witold A. Werner

Autor jest profesorem w Instytucie Gospodarki Mieszkaniowej i prezesem Oddziału Warszawskiego TNOiK

W konkluzji naszej dotychczasowej analizy procesów prywatyzacji państwowych przedsiębiorstw handlowych przedstawiamy „mapę prywatyzacji”, odzwierciedlającą – za pomocą typowych przykładów – wykorzystane już, bądź najbardziej prawdopodobne jej formy (rys.1).

Do analizy „mapy prywatyzacji handlu” wybraliśmy przykłady przedsiębiorstw, które są typowymi przedstawicielami grup firm o podobnym profilu asortymentowym, funkcjonalnym i rynkowym, a w związku z tym podlegających podobnej strategii prywatyzacyjnej. Omawiamy zarówno przedsiębiorstwa, które są już sprywatyzowane lub prywatyzowane, albo których sposób prywatyzacji został już przesądzony, oraz te, co do których nie zapadły jeszcze ostateczne decyzje.

Nasze omówienie ma charakter uogólniony i nie obejmuje ściśle wszystkich byłych lub obecnych państwowych podmiotów handlu. Poszczególne przypadki mogą więc nie pasować do przedstawionego uogólnienia, tak jak ma to miejsce na przykład w przedstawionej na wykresie sytuacji pary przedsiębiorstw CHEMIA i KRAKCHEMIA. Zachowując taki sam charakter i mając jednakowy rodowód podlegają one jednak całkiem odmiennej procedurze prywatyzacyjnej.

Ze względu na przedstawione w drugiej części artykułu („Przegląd Organizacji” nr 3/1993) okoliczności, pomijamy wariant powszechnej prywatyzacji, która nie będzie miała, naszym zdaniem, większego zastosowania w odniesieniu do przedsiębiorstw handlowych.

W większości rozważanych przypadków przedsiębiorstw jeszcze nie sprywatyzowanych wyróżniamy dwa warianty prywatyzacji: wariant według naszej opinii bardziej prawdopodobny z punktu widzenia obecnej oceny sytuacji (grubsze ramki rysunku) oraz wariant drugi – co prawda mniej prawdopodobny, ale możliwy w przypadku zmiany okoliczności wykluczających realizację wariantu pierwszego (cieńsze ramki rysunku).

Ze względu na zdecydowanie odmienny charakter obsługiwanego rynku i spełnianych funkcji handlowych przez przedsiębiorstwa handlu zaopatrzeniowego i konsumpcyjnego, na „mapie prywatyzacji” zastosowaliśmy dwa rodzaje ramek obwodzących nazwy firm. Ramki pojedyncze mieszczą nazwy firm wywodzących się z rynku dóbr konsumpcyjnych, a ramki podwójne – z handlu dobrami inwestycyjnymi lub zaopatrzeniowego.